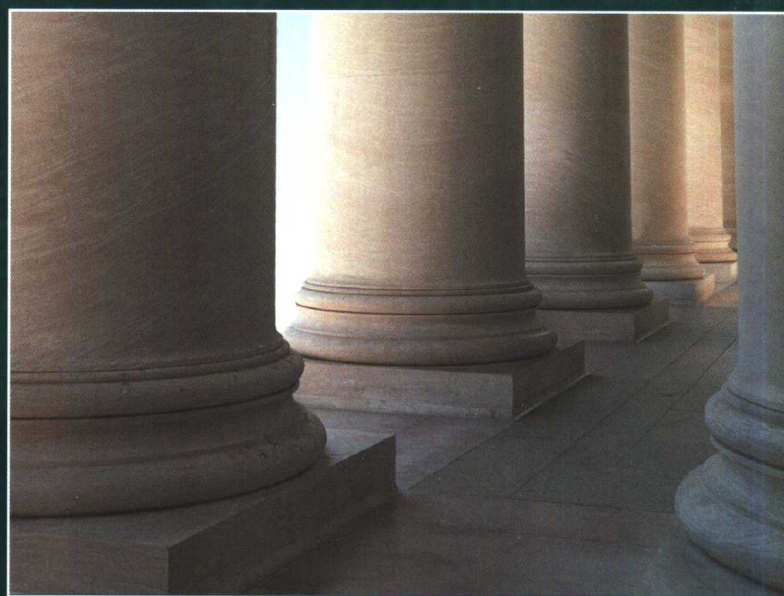


世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

市场发展与问题



2003年9月

中国金融出版社

国际货币基金组织

世界 经济 与 金融 概 览

全球金融稳定报告

市场发展与问题

2003年9月

国际货币基金组织语言服务部 译



中国金融出版社·北京
国际货币基金组织·华盛顿特区

MA122/09

责任编辑：仲 垣
责任校对：刘 明
责任印制：丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

全球金融稳定报告. 2003年9月 / 国际货币基金组织著. —北京：中国金融出版社，2003.12

书名原文：Global Financial Stability Report

ISBN 7-5049-3253-1

I. 全…

II. 国…

III. 金融市场—研究报告—世界—2003

IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 116486 号

出版 中国金融出版社
发行 中国金融出版社
社址 北京广安门外小红庙南里3号
邮编 100055
经销 新华书店
印刷 北京汇元统一印刷有限公司
开本 889毫米×1194毫米 1/16
印张 10.25
字数 290千
版次 2003年12月第1版
印次 2003年12月第1次印刷
定价 48.00元
如出现印装错误本社负责调换

前 言

《全球金融稳定报告》于2002年3月首次发布,对全球金融市场进行定期评估,辨别可能导致危机的潜在系统性弱点。报告旨在引起人们对全球金融体系中潜在问题的关注,以有助于在危机爆发前防范危机,进而对全球金融稳定以及基金组织成员国持续的经济增长作出贡献。

本报告在基金组织顾问兼国际资本市场部主任Gerd Häusler的指导下由国际资本市场部撰写。管理工作由一个编辑委员会承担,该委员会成员包括Hung Q. Tran(主席),Donald J. Mathieson,David J. Ordoobadi和Rupert Thorne。另外,承蒙William E. Alexander, Axel Bertuch-Samuels, Charles R. Blitzer和David Cheney提出意见和建议。参与本期工作的其他人员有Francesc Balcells, Burkhard Drees, Martin Edmonds, Toni Gravelle, Janet Kong, Markus Krygier, Gabrielle Lipworth, Chris Morris, Jürgen Odenius, Kazunari Ohashi, Lars Pedersen, Jorge Roldos, Calvin Schnure, Alexander Tieman和由Anne-Marie Gulde, S. Kal Wajid, Udaibir Das领导的货币与金融制度部的一个工作人员小组,包括Gianni De Nicoló, Greta Mitchell和其他人等。Silvia Iorgova, Anne Jansen, Yoon Sook Kim, Ned Rumpeltin, Kalin Tintchev(货币与金融制度部)和Peter Tran为研究工作提供了协助。Caroline Bagworth, Jane Harris, Vera Jasenovec, Ramanjeet Singh和Joan Wise提供了出色的文字处理服务。对外关系部的Jeff Hayden对原稿进行了编辑并就本书的制作进行了协调。

本期在一定程度上借鉴了一系列非正式讨论,包括与巴西、智利、中国、香港特别行政区、匈牙利、波兰、俄罗斯、新加坡、南非、泰国以及主要金融中心的商业和投资银行、证券公司、资产管理公司、保险公司、养老基金、股票与期货交易所和信用评级机构的讨论。本报告主要反映8月4日前掌握的信息。

本报告受益于基金组织其他部门工作人员提出的意见和建议以及各位执董在2003年8月22日对《全球金融稳定报告》进行讨论后提出的意见和建议。但是,有关分析和政策考虑由参与撰稿的工作人员做出,不应认为它们是各位执董、其国家当局或基金组织的分析和考虑。

目 录

前言	vii
第一章 概述	1
风险和脆弱性的平衡	3
促进金融稳定的政策	3
第二章 全球金融市场发展	6
流动性充裕主导主要金融市场发展	6
成熟市场的脆弱性降低	9
有利的外部环境促使新兴债券收益率走低	24
新兴市场融资能力增强	28
新兴市场银行业表现和风险	34
附录一：规制和监管挑战及应对措施	37
附录二：中欧趋同——挫折与前景	43
参考文献	48
第三章 金融资产价格的波动性：不稳定性的来源之一？	50
概念：金融市场的波动性与金融体系的不稳定性	50
关于流动性、市场之间的相关性和宏观经济因素的经验证据	52
关于无经济衰退的金融紧张期间的案例研究分析	60
政策意义	61
附录：案例研究	66
参考文献	71
第四章 流入新兴市场的私人资本的波动性	73
资本流动的格局和波动性	73
资本流动的格局和波动性的决定因素	80
结束语和政策问题	90
参考文献	93
词汇表	96
附件 主席的总结发言	99
统计附录	103

专栏

专栏 2.1. 抵押贷款对冲机制	16
专栏 2.2. 集体行动条款——近期发展	33
专栏 2.3. 巴塞尔核心原则执行状况和银行体系财务实力	36
专栏 2.4. 中欧的收益率压缩: 趋同期望和宏观经济基本条件对照	46
专栏 4.1. 布雷迪债券的消亡	88

表

表 1.1. 金融市场数据	2
表 2.1. 美国: 政府债券收益率变化	8
表 2.2. 美国公司债券利差: 变异系数	8
表 2.3. 美国: 住户和非盈利组织资产负债表	11
表 2.4. 欧元区: 非金融部门净资产购置	12
表 2.5. 新兴市场债券利差: 变异系数	28
表 2.6. 新兴市场融资概览	30
表 2.7. 发行货币	32
表 3.1. 尾端事件的发生频率	55
表 3.2. 美国: 股票月收益率超过 8% 的发生频率	56
表 3.3. 历史波动性和经济衰退之间的相关性	57
表 3.4. 关于股票价格高波动性状态和经济衰退的协同统计量	58
表 3.5. 各股票市场在美国经济衰退和扩张期间的相关性	59
表 3.6. 债券—股票相关性的状态交换模型: 系数的估计	60
表 4.1. 银行对新兴市场的风险暴露的变化	75
表 4.2. 国际收支: 所有新兴市场	75
表 4.3. 向新兴市场的净私人资本流动变化系数	77
表 4.4. 流入新兴市场的总发行量变化系数	78
表 4.5. 流入新兴市场的总发行量出现高波动状态的平均概率	79

图

图 2.1. 与通货膨胀率挂钩的 10 年期债券收益率	7
图 2.2. 通货膨胀预期	7
图 2.3. 美国共同基金的累计资金净流入	8
图 2.4. 股市表现	9
图 2.5. 债券收益率与盈利市价比率的比率	9
图 2.6. 美元汇率表现	10
图 2.7. 美国: 住户购买金融资产净额, 若干项目	11
图 2.8. 美国: 非金融企业净借款额, 若干项目	13
图 2.9. 欧元区: 非金融企业净借款额	13
图 2.10. 美国: 待偿债务	14

图 2.11. 美国: 政府支持的机构	15
图 2.12. 美国: 抵押贷款市场和对冲	17
图 2.13. 美国: 抵押贷款支持证券	17
图 2.14. 德国和瑞士: 保险公司信用违约掉期利差和股票价格	19
图 2.15. 美国: 企业退休金计划	21
图 2.16. 前瞻市盈率	23
图 2.17. 美国: 近年来的盈利预期	24
图 2.18. 美国: 分析师长期盈利预期	24
图 2.19. 欧元区: 分析师长期盈利预期	25
图 2.20. 日本: 股息和政府债券收益率	25
图 2.21. 美国共同基金的累计资金净流入	26
图 2.22. 主权债券利差	26
图 2.23. EMBI+ 总回报率, 2003 年上半年	27
图 2.24. 货币表现与美元表现对照, 2003 年上半年	27
图 2.25. 主权债券利差与历史低点对照	28
图 2.26. 新兴债券基金 β 指数和 EMBI+ 利差	28
图 2.27. EMBI+ 与美国 10 年国债回报率之相关度	29
图 2.28. 新兴市场债券交叉相关度	29
图 2.29. 债券、贷款和股票年度发行量累计总额	30
图 2.30. 债券年度发行量累计总额	31
图 2.31. 债券发行份额	31
图 2.32. 年度贷款发行量累计总额	34
图 2.33. 银团贷款承诺	34
图 2.34. 贷款发行份额	35
图 2.35. 某些新兴市场国家季度外国直接投资流入量	35
图 2.36. 5 年期基准收益率	44
图 2.37. 与德国债券相比的 5 年期基准利差	44
图 2.38. 政府债务相当于国内生产总值百分比	45
图 2.39. 外国拥有政府债券比例	45
图 2.40. 外国直接投资和债券资金流量占经常账户的比例	48
图 2.41. 外国直接投资和债券资金流量占经常账户的比例	48
图 3.1. 股票市场的波动性	52
图 3.2. 债券市场的波动性	53
图 3.3. 外汇的历史波动性	54
图 3.4. 国家之间股票市场相关性的平均值	55
图 3.5. 债券市场的双边相关性	56
图 3.6. 股票和债券收益率之间的相关性	57
图 3.7. 股票出现高波动状态的概率和经济衰退日期	58
图 3.8. 债券和股票收益率之间的相关性	59
图 3.9. “资金弃劣从优”的概率和隐含波动程度	60

图 4.1. 向新兴市场的净私人资本流动	74
图 4.2. 新兴市场: 净私人资本流动的组成	74
图 4.3. 新兴市场: 净私人资本流动和经常账户差额	76
图 4.4. 新兴市场总融资: 债券、股票和贷款	77
图 4.5. 出现高波动状态的概率	78
图 4.6. EMBI+ 指数与市场开放和关闭期间	79
图 4.7. 资本管制措施和向新兴市场的资本流动	81
图 4.8. 新兴市场每周收益率的波动和资本管制指数	81
图 4.9. 通过私有化进行的区域股票流动	82
图 4.10. 新兴市场的合并和收购以及私有化	82
图 4.11. 阿根廷 EMBI+ 利差和西班牙 MSCI 指数	84
图 4.12. 本地货币债权与外国债权比率	86
图 4.13. 最活跃的按比例分成的投资者	86
图 4.14. 新兴市场: 利差和银团贷款	87
图 4.15. 新兴市场投资者市场份额的变化	89
图 4.16. 新兴市场的平均信用评级	90

本报告采用了下列符号:

... 表示无可用的数据;

— 表示数字为零或不足最后一位数的一半, 或该项目不存在;

- 用于年或月之间 (例如 1997-1999 年, 或 1-6 月), 表示涵盖的年度和月份, 包括起始和终止的年度或月份;

/ 用于两个年度之间 (例如 1998 /1999 年) 表示财政或财务年度。

“十亿”指一千个百万; “万亿”指一千个十亿。

“基点”指一个百分点的百分之一 (例如 25 个基点相当于一个百分点的 1/4)。

“n.a.”指不适用。

由于四舍五入, 分项数字相加之和与合计数字之间可能有微小差异。

在本报告中, “国家”一词并非总是指按照国际法和国际惯例所理解之国家, 还包括一些非国家的领土实体, 它们单独和独立编制和报送统计数据。

近年来,股市泡沫的破灭、地缘政治的演变和公司治理丑闻使全球金融体系遭受了严峻的考验。去年秋天,由于上述事件的影响,投资者在很大程度上不愿意承担风险,市场波动加剧,利差增大,许多新兴市场国家难以利用外部融资。但是,即使面对这股强劲的逆风,金融市场仍表现出相当强的韧性。实际上,尽管2003年上半年经济增长表现平平,市场仍趋于走强。

自从2003年3月《全球金融稳定报告》发布以来,在消除股市泡沫破灭的残余影响方面取得了进一步进展。住户和公司资产负债表继续改善,公司违约水平下降。成熟市场中的公司通过降低成本增强了应对缓慢增长及其他潜在困难的能力。虽然目前尚无经济普遍复苏的迹象,但公司——特别是美国公司——在财务整顿方面取得了良好的进展,改善了财务状况,为增加投资支出做了较好的准备。

在各大金融中心,政策性利率降低至二次大战以来的最低水平,促进了金融稳健性的恢复。短期利率长期保持在低水平的前景以及充足的流动资金导致投资者追求风险水平不同的收益率。在一段时间内,投资者倾向于回避风险,投资于较安全的成熟市场政府债券,使此类债券收益率下降。2002年秋季以来,回避风险的心态迅速变化,此后投资者逐步转向风险更大的投资。投资者转向公司债券和新兴市场债券,导致此类债券信用利差迅速缩小。新兴市场中的较高收益债券也吸引了资金,导致这些国家货币升值。最后,自从2003年3月中以来,成熟市场中的股价回升,而在此之前股价曾连续三年急剧下跌,导致投资者唯恐避之不及。货币政策的刺激、地缘政治风险缓和、与其他资产类别相比较有吸引力的价格以及公司盈利增幅加大的迹

象都为股市上扬打下了基础。

由于各大金融中心的基准收益曲线被压至很低的水平,经济增长转强势头出现之后,成熟市场政府债券立即强劲反弹(表1.1)。2003年3月的全球金融稳定报告强调了一种风险,即在收益率强劲反弹时会触发套利交易头寸的清盘;实际上,自从6月中以来各大市场中明显的收益率回升似乎由于此类清盘交易而加大升幅。另外,尽管迄今为止利差尚未出现明显变化,但公司债券、新兴市场债券和信用违约掉期合约的信用利差可能过度受压,使之在政府债券收益率回升时易受打击。另外,鉴于投资管理机构对新兴市场债券承担很大暴露风险,一旦资金从固定收益证券转向股票,新兴市场将受到不利影响。

但是,各大金融中心政府债券收益曲线进一步升高(原因是预期经济增长速度加快)最终会产生良性影响。经济恢复强劲增长将改善公司和住户的财务状况,而收益曲线变陡会使银行和其他机构通过妥善管理的偿还期不匹配头寸取得收益。在这种情况下,风险在于债券收益率上升的过渡阶段,因为市场参与者必须承受不可避免的债券投资损失和增大的市场波动。迄今为止,虽然信用利差增大,市场波动加剧,上述过渡似乎相当平稳。

另一个相关风险是由于美元持续走低而导致债券收益以不规则的方式上升。但是,由于近来债券收益回升带动美元小幅回升——二者回升均源于对美国经济强劲增长的预期,这种结果不太可能出现。

如果公司盈利未能印证近期促使成熟股市强劲反弹的预期,则会出现较为严重的风险。股市会再度下跌,使公司和住户资产负债表遭受不利影响,同时使今年上半年取得进展的某些领域中出现倒退。但是,除非经济增长的速度显著减慢,即使盈利增幅较小也不太可能对国际金融系统的韧性形成严重威胁。与去年秋天相比,大多数公司和

表 1.1. 金融市场数据

(除非特别注明, 均为百分比变化)

	从下列时间开始至 2003 年 8 月 4 日的变化				
	股市最高峰 (2000 年 3 月 24 日)	2001		2002	2003
		9 月 11 日	12 月 31 日	12 月 31 日	3 月 31 日
股票市场					
主要股票指数 ¹					
标准普尔 500	-35.7	-10.0	-14.4	11.7	15.9
纳斯达克	-65.5	1.1	-12.1	28.3	27.8
FTSE Eurotop 300	-47.7	-21.7	-31.4	1.0	16.4
东证	-43.0	-11.7	-9.5	10.8	18.6
银行指数					
标准普尔 500 银行指数	19.3	11.5	8.7	13.1	19.9
FTSE Eurotop 300 银行指数	-19.1	-9.6	-21.7	9.3	24.9
东证银行指数	-60.6	-44.1	-23.2	2.3	19.4
债券市场					
美国公司债券					
收益率 (水平变化; 基点)					
AAA	-176	-107	-74	-22	10
BAA	-132	-78	-91	-30	14
高收益债券	-223	-286	-300	-245	-140
利差 (水平变化; 基点) ²					
AAA	15	-59	3	-69	-39
BAA	59	-30	-14	-77	-35
高收益债券	-32	-237	-223	-292	-188
美国公司债券价格指数 ³					
AAA	...	3.6	4.3	-1.7	-2.3
A	...	3.6	4.6	-1.0	-1.7
BBB	...	-0.6	1.3	1.6	0.3
欧洲公司债券利差 ⁴					
AA	-12	-16	-15	-19	-14
A	-13	-43	-25	-20	-24
BBB	25	-81	-44	-64	-48
日本公司债券利差 ⁴					
AA	-10	-2	-5	0	0
A	0	-4	-27	-10	-5
BBB	-24	2	-35	-24	-9
政府债券收益率 (水平变化; 基点) ⁵					
美国	-191	-48	-77	47	49
德国	-111	-66	-86	-6	10
日本	-89	-44	-39	7	27
政府债券价格指数 ⁶					
美国	9.6	0.8	4.0	-5.4	-5.3
德国	10.1	8.9	7.6	-0.1	-0.4
日本	11.8	8.1	7.0	0.1	-4.1
汇率					
欧元兑美元	-13.9	-19.6	-21.7	-7.6	-3.9
日元兑美元	12.6	0.8	-8.6	1.3	1.9
美元贸易加权名义	-3.8	-11.7	-15.1	-6.0	-3.8

资料来源: Bloomberg L.P.; Datastream。

1. 按本地货币计值。
2. 与 10 年期美国国债的利差。
3. 美林公司债券指数。
4. 美林公司债券利差; 水平变化, 以基点为单位。
5. 10 年期政府债券。
6. 美林政府债券指数, 10 年期以上。

金融机构的资产负债表已经增强，能够更好地应对较慢的增长速度。

除评估近期金融市场发展以及当前脆弱性（第二章）之外，本报告还偏重于从中期角度探讨了一些金融市场稳定性问题。第三章分析了历史上成熟市场中资产价格发生剧烈波动的事件，突出阐明了使资产价格波动转化为市场动荡的放大因素，并提出了限制此等因素影响的措施。上述事件提供的教训今天仍具有意义。第四章评估了资金流入新兴市场的变化规律和波动幅度，指明了导致流量规律变化的因素，就减轻现金流量突变的影响提出了一些建议。这两章代表研究市场波动和金融稳定性之间的关系的的第一步。此项研究旨在吸取政策性教训，以便帮助增强成熟市场和新兴市场国家中金融系统的韧性。

风险和脆弱性的平衡

在今后一段时间可能面临的两大风险是债券收益率持续上涨和公司盈利令人失望，二者可能产生若干后果。

债券收益率

如果出现令人信服的经济强劲复苏的迹象，同时政府债券供应量增加，债券收益率可能进一步上升。由于美联储会表示在相当长的阶段内将把联邦资金利率保持在低水平，美国国债收益曲线可能进一步变陡。鉴于历史上各政府债券之间的相关度很高，预期其他各大金融中心的收益曲线也会产生类似变化。最终，陡峭的收益曲线和较为强劲的经济增长将会导致生机勃勃的全球金融环境。但是，过渡阶段涉及的风险需要认真管理，以便确保有序调整。

- 各大金融市场中债券收益率大幅攀升显然减缓了美国住宅抵押贷款重新融资的势头，从而削弱了在前一段经济处于低谷时个人消费对经济的支持。利率上升还可能促使房地产价值下跌，从而导致住户净资产下降，因为抵押贷款重新融资和房价大幅度上涨导致住户

承担的房地产暴露风险增大。

- 债券投资者或其对冲交易的对方的投资组合将遭受损失。试图通过套利交易获利的投资者及其他短期债券投资者将遭受打击。
- 美国抵押贷款机构将不得不持续从事对冲交易，因为利率上升将导致其抵押贷款相关债券之预期久期从较低的水平迅速攀升。利用现货空头或衍生工具对冲风险可能使债券收益率上升幅度增大——即突显放大因素在加剧市场价格变化方面的作用。由于投资者持有的抵押贷款和抵押贷款支持证券的数量空前庞大，对冲的需要量也十分巨大，导致现货固定收益市场和衍生工具市场的流动性承受压力。
- 由于近期利差迅速缩小，及投资者在追求高收益时降低了对发行机构按信用质量的区别对待，新兴市场债券价格可能被迫下调。

公司利润

另一方向的风险可能更加严重，即公司利润和经济增长继续保持低水平。公司盈利报告——特别是2003年第二季度——表明出现这种局面的可能性不大，但也不能完全忽略。近期股市上扬的原因是其他资产类别的投资回报率很低，导致资金流入股市，同时投资者因预期盈利改善而受到鼓舞，但如果2003年下半年盈利增长幅度低于预期水平，可能导致股市出现抛售。如果股市再度大幅下跌，会使金融体系某些领域中迄今为止取得的进展损失殆尽，从而削弱全球金融部门。对于保险公司和退休基金而言，这项风险尤为严重，因为此类机构会遭受双重打击，一方面股市会出现进一步抛售，另一方面由于经济增长势头较弱利率将保持在低水平。

促进金融稳定的政策

近期市场演变对政策的影响

金融市场的良好表现的前提是预期实际经济强劲恢复，而这种表现也增大了经济强劲增长的

可能性。政策必须继续支持消费者和公司的信心。由于公司资产负债表已经改善，信心对于刺激重新投资十分重要，而后者是迄今为止经济恢复中缺少的环节。就目前而言，各大金融中心的货币政策保持宽松态势仍然是妥当的做法。在短期内保持低利率和充足的流动性将有助于进一步加强资产负债表和投资者的风险承受能力，尽管这样做可能使某些金融机构面临困难。

至于各大金融中心，前几期《全球金融稳定报告》中探讨的许多措施仍然很重要。在许多领域中各国政府必须继续实施增强市场基础的改革：

- 必须进一步强化公司治理，以便恢复投资者信心，包括全面实施最近为增强公司董事会独立性而建议的措施。与此同时，公司主管不应当由于感到约束而放弃良好的投资机会。
- 大多数投资管理机构、共同基金和退休基金在强化公司治理方面应当发挥更加积极主动的作用。它们通常把代理表决视作后台职能，经常不是出于信心而是出于习惯投票支持公司管理层。更加积极主动地行使股东权力会提高公司透明度和董事会独立性。
- 美国的抵押贷款机构规模庞大，近年来增长迅速，负债率很高，采取复杂的利率风险对冲手段，因此需要认真追踪。此项追踪应当包括对资本充足性的评估，评估此类机构拥有的资本是否足以承受市场突变引发的振荡。如果资本不足，就可能迫使此类机构执行持续对冲策略，从而放大利率变化。
- 对保险公司和再保险公司金融活动的规制和监管必须进一步改善（见第二章附录一）。
- 退休基金会计和监管需要改革。此类改革应当提高透明度，加强风险控制。值得研究的措施包括把退休基金的资产和负债纳入资产负债表中或作为独立的信托基金处理，按照市价对退休基金资产估值，而不是按照精算师假定的回报率估值，加快对退休基金短缺和盈余的确认，但鉴于公司退休基金规模庞大，实施此类改革将涉及一定成本，改革的速度和程度需要认真研究。
- 在更广范围内，由于数额巨大的流动资金在

寻找投资机会，对某些债券或信用工具的投资或暴露风险可能过大。虽然需要低利率刺激经济活动和投资，但投资者仍然需要对投资加以鉴别。政府监管机构以及私营部门风险管理人员应当随时关注风险集中或定价不合理的迹象。

历史上价格剧烈波动的政策性教训

价格波动不可避免，在很大程度上也是市场应有的特征，因为它反映了价格发现机制的作用。但是，有必要确保波动幅度不会过度放大，乃至触发不稳定。第三章研究了自从20世纪70年代以来股票、债券和外汇市场的价格波动及相互关系。该章指出，近年来只有股市经历了长期的大幅波动，列举了股市及其他市场的四次剧烈震荡事件。对这四次事件的案例研究表明，关于限制放大因素影响的历史教训继续具有意义。目前，这一点特别重要，因为抵押贷款支持证券的持续对冲可能放大利率波动幅度。

上述教训中有一部分涉及需要避免那些强迫或刺激在市场价格下跌时出售资产，从而在危机中放大波动幅度的机制：

- 由当局注入流动资金或在市场参与者之间采用紧急抵消和结算协议，能够允许交易方满足保证金需求或在不出售资产的情况下以其他方式进行交易结算，有助于在危机中打破波动幅度不断增大的循环。
- 过度举债会使波动演化为不稳定。监管者必须不断改进负债测量方法——无论是对资产负债表内的债务还是对资产负债表外的债务——以跟上市场创新的形势。
- 动态对冲策略虽然在价格温和波动时期有用处，但在价格迅速下跌时可能有严重的局限性，在过去的数次危机中曾经急剧增大卖压。目前，抵押贷款市场中就提前还款风险采取的对冲策略与以往危机中采取的对冲策略有类似之处，即可能导致对价格不敏感的抛售。
- 硬性风险限制与自动对冲规则相似，可能在危机中导致强迫出售。风险价值模型和其他

新方法以及巴塞尔第二号协议中基于评级的方法极大地改进了风险管理。但是,它们也造成顺周期风险,在波动幅度增大时要求出售资产,从而使波幅放大。

- 促进机构投资者或其投资的公司采取从众和“短期主义”的做法的激励结构也促成了繁荣—衰退的循环。虽然可以通过监管或加强约束减少利益冲突,但过度偏重短期回报或追踪指数产生的顺周期影响却比较难以消除。
- 为了进行风险评估和风险管理,金融中介机构和公司必须有足够的透明度。但是,披露的信息必须有意义,并从适当的长期角度加以分析。公允价值会计之类的方法表明做到这一点对于具有长期投资目标的机构的难度。在减轻使用按市价计值的方法以“快照”方式估价资产负债表的作法所产生的极端影响方面可能找到一条中间道路。

对新兴市场国家政策的影响

以往发布的《全球金融稳定报告》中强调了在外部融资环境较为不利的情况下新兴市场国家持续实施稳健的宏观经济政策与改革以及改善其投资环境的必要性。目前,外部融资环境略有改善,必须避免自满心理。新兴市场国家必须利用近期融资环境改善的机会实施结构性改革,加强公共财政基础。它们还需要改善负债结构。实际上,若干国家——包括巴西、墨西哥和波兰——已经采取

了成功的债务管理措施,延长了偿还期,就现有布雷迪债券完成了债务交换。巴西还利用投资者情绪改善的机会减少了国内债务市场中与美元挂钩的负债所占份额,从而消除了过去的一项重大脆弱性来源。南非最近发行了10年期债券,并将一部分发行所得用于偿还即将到期的短期债务,消除了储备银行的净敞口远期头寸。

但是,新兴市场国家还可以采取进一步措施,它们也确实正在努力。正如本文第四章以及以往发布的全球金融稳定报告所强调指出的,新兴市场已经采取措施提供自我保险,防止遭受外部资金流量波动——特别是私人债务流量波动——可能产生的不利影响。此类措施包括:

- 改变外部资产和负债管理方法。在某种程度上这种做法涉及大规模积累外汇储备,特别是在亚洲;
- 改变汇率体制,使之符合资本账户开放程度;
- 加强国内金融机构;
- 加强审慎监管和规制,以便增强抵制剧烈波动的韧性;以及
- 发展效率和流动性更高的本地和区域证券及衍生工具市场。

最后,近年来新兴市场和国际资本市场之间的关系发生了根本性变化。实际上,虽然某些新兴市场仍依赖从国际市场借款,但作为一个群体,新兴市场自从1999年以来已经成为资本净输出方,包括采用积累国际储备的方式。

世界主要金融中心的低息政策是2003年上半年推动金融市场发展的关键因素。低利率促使投资者将资金从风险较低的资产中移出,用于追求较高的回报率。起初是对企业债券和新兴市场债券投资,然后又转向股市。低利率还使得企业和住户锁定较长期的贷款,许多新兴市场国家很早就完成了2003年借款计划。但是,低利率也给人寿保险公司和确定给付退休基金等金融机构带来问题。

自6月中旬以来,成熟市场政府债券收益率回升,收益曲线变陡,向较高利率环境的过渡可能已经开始。收益率的回升有时来势迅猛,累计回升幅度已经很大。与此同时,美元汇率(特别是相对欧元的汇率)开始出现稳定迹象,原因是市场预期美国的经济增长速度将高于欧元区。

本章探讨了低利率对各类成熟市场和新兴市场产生的影响,指出总体而言对于金融稳定性的忧虑减轻。住户和企业资产负债表得到改善,股市上扬增强了保险公司和退休基金的财务实力,新兴市场国家增加了国际债券发行量。但是,一些令人关切的重要因素继续存在。由于长期收益率处于低点,保险公司和退休基金的资产负债表仍然薄弱,股市复苏继续高度依赖企业盈利达到预期值。与此同时,如果市场参与者群体的从众行为、抵押贷款市场中的对冲方法或套利交易头寸清盘等因素的放大作用导致长期利率急剧攀升,就可能对稳定构成风险。有迹象表明,投资者对新兴市场(及其他信贷市场)的区别对待趋于淡化,也加大了产生更严重逆转的风险。

- 第一节回顾了成熟市场的近期发展。
- 第二节分析了主要金融中心的重要脆弱性。
- 第三节评估了新兴债务二级市场中的发展。
- 第四节描述了新兴市场融资能力的回升。
- 第五节审查了新兴市场银行业金融稳健性指标。
- 附录一分析了保险及其他行业在监管方面面临的挑战与应对措施。
- 附录二探讨了申请加入欧盟国家的趋同对市场所产生的影响。

流动性充裕主导主要金融市场发展

成熟债券市场收益率从接近历史最低水平回升

在2003年上半年的大部分时间,经济增长缓慢,通货膨胀率保持在低水平,成熟政府债券市场并未受到严重影响,反映出市场预期在相当一段时间内短期利率将保持在低水平。主要金融中心的政府债券收益率接近第二次世界大战后最低水平,在很大程度上反映了实际收益率的下降。由常规政府债券名义收益率和与通货膨胀挂钩政府债券实际收益率之间的利差代表的通货膨胀预期保持在低水平(图2.1和2.2)。

但从6月中旬起,市场开始预期经济增长前景改善以及政府债券供应量增大,同时认为美联储为避免通货紧缩而购买较长期国债的可能性降低。美国、欧洲和日本的政府债券名义收益率显著上升,收益曲线变陡。上述各市场中的抛售相互之间密切相关。债券名义收益率上升在很大程度上反映了实际收益率上升,因为基于市场的通货膨胀预期指标仅略微上扬。在美国,长期债券名义利率比年初时的通行利率高出大约40个基点,在日本已基本回到年底时的水平,在欧洲则大约比年底

水平低 20 个基点。但是，自从 6 月中旬以来利率回升的幅度表明，由于目前收益率仍然处于历史低点，一旦经济复苏的趋势成为定局，收益率还可能进一步迅速攀升。

在日本，顽固的通货紧缩压力、对经济增长的持续低期望值和日本央行的货币政策使得偿还期不超过 3 年的政府债券收益率保持在接近零的水平。在 6 月中旬之后，随着投资者重返股市，10 年期日本政府债券收益率几乎增长两倍，而此前曾达到约 45 个基点的低水平。由于长期以来的通货紧缩压力，在金融中介机构和更广泛的经济部门中，政府更多地充当了直接和间接所有人。

由于市场继续预期政策利率在相当长一段时间内不会发生变化，收益曲线变陡。在近期收益率回升的过程中，美国收益曲线的变陡幅度与历史上其他抛售国债的时期相比更为显著，进一步表明抵押贷款市场的对冲活动及其他影响长期债券的技术因素是成因之一（表 2.1）。

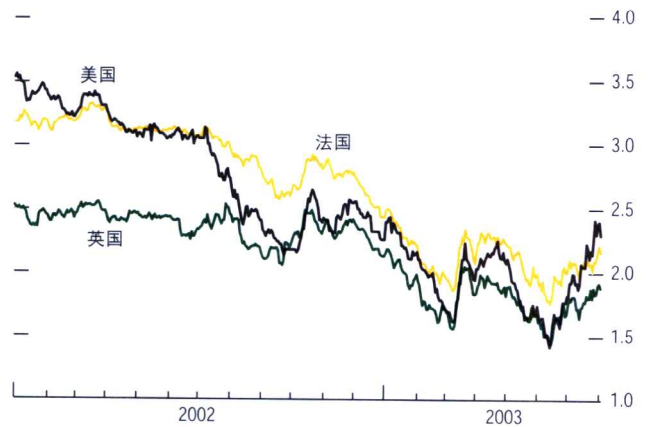
美国国债收益率走高导致抵押贷款利率上升，重新贷款活动减少，特别是提取现金的重新贷款减少，可能对住户消费产生不利影响。另外，利率升高和重新贷款活动减少使得现有抵押贷款及抵押贷款支持证券的预期久期延长，从而使得美国抵押贷款机构及其他抵押贷款支持证券持有人不得不进行广泛的对冲，因此加大了利率反弹幅度，在短时间内掉期利率和政府收益率之间的利差出现了自从 1998 年长期资本管理公司危机以来的最大升幅。¹（本章下文中对对冲程序作了详细描述。）

资金转向公司债券，并最终流入股市

由于投资者寻求更高收益率，他们承担信用风险和利率风险的意愿不断增强，而公司债券利差随之显著缩小（表 2.2）。去年 10 月，美国公司

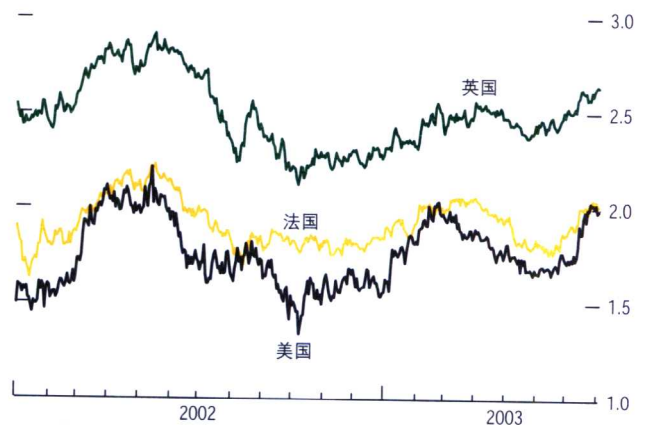
1. 掉期利率是一种固定利率，市场参与者通过支付这一固定利率获得浮动利率 LIBOR 利息付款。掉期市场经常被用于对冲固定利率暴露风险，包括源于抵押贷款市场的暴露风险。掉期利率和国债收益率之间的利差增大可能表示通过支付固定利率付款的方式对冲固定利率资产的需求增大。

图 2.1. 与通货膨胀率挂钩的 10 年期债券收益率
(以百分比表示)



资料来源: Bloomberg L.P.

图 2.2. 通货膨胀预期
(以百分比表示)



资料来源: Bloomberg L.P., 基金组织工作人员估计。

表 2.1. 美国: 政府债券收益率变化¹
(以百分比表示)

	1993年10月15日 - 1994年11月7日	1998年10月5日 - 2000年1月20日	2001年11月7日 - 2002年4月1日	2003年6月13日 - 2003年8月4日
3个月	2.28	1.35	-0.01	0.11
2年	3.27	2.47	1.41	0.60
10年	2.87	2.63	1.25	1.17

资料来源: Bloomberg L.P.

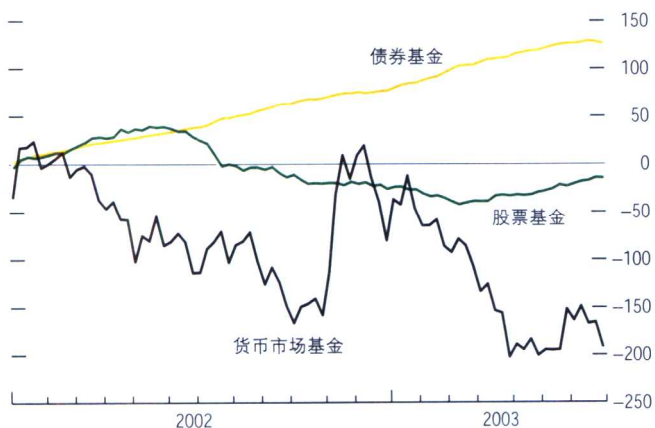
1. 选择的变更日期来自上升的10年国债收益率从低谷到高峰的有关阶段(现阶段除外, 其数据截至2003年8月4日)。

表 2.2. 美国公司债券利差: 变异系数

	2002年10月31日	2003年7月31日
利差平均值(基点)	219	108
利差标准差	195	73
变异系数	0.89	0.68

资料来源: Lehman Brothers, 按发行市值计算的100家最大美国公司。

图 2.3. 美国共同基金的累计资金净流入
(以10亿美元为单位)



资料来源: AMG 数据服务公司。

债券与国债之间的信用利差达到高峰, 此后利差的差异系数降低, 表明投资者对不同公司债券之间的区别对待程度减弱。因此, 如果国债市场出现抛售, 公司债券可能遭受不利影响。但是, 迄今为止, 与6月中旬国债市场处于低点时相比, 优质公司债券和投资级以下的公司债券与国债的利差都仍然保持在低点, 这从另一方面表明近期收益率回升的部分原因是国债和掉期市场中的技术因素。

随着投资者承受风险的意愿增强, 短期利率持续走低, 导致资金从货币市场共同基金中外流, 该趋势一直延续至5月(图2.3)。除各种偿还期的政府债券收益率普遍处于低点以及信用利差缩小之外, 地缘政治紧张局势的化解以及企业盈利回升也促使投资者重返股市。自从5月以来, 虽然货币市场基金的资金外流已经停止, 但资金继续流入股市。

因此, 成熟股市中的股价从3月的低点反弹, 股市波幅缩小(图2.4)。另外, 对盈利波动幅度缩小的预期也导致股价上升。政府债券保持低利率使得股票投资相对具有吸引力, 债券收益率与盈利市价比率之比率跌至长期以来的最低水平, 仅被近期债券收益率上扬略微抵消(图2.5)。另外,

美国企业第二季度盈利超过分析师预测进一步增强了股市信心。

由于股市回升和汇率干预，美元比价趋于稳定

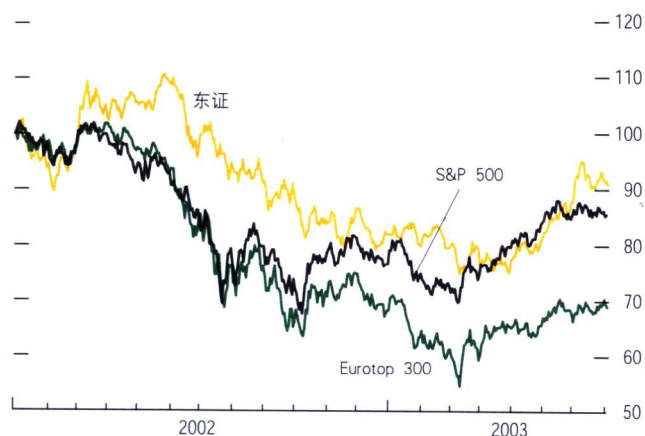
在股市复苏、债券收益率上升的同时，对美国经济增速超过欧洲的预期导致此前经历了急剧下滑的美元从6月中旬开始回升（图2.6）。证券投资流入美国的趋势仍然很强，在某种程度上反映了亚洲各国央行为避免其货币相对美元升值而作出的努力。另外，人们对美国对外融资需求增大以及大量美国金融资产被外国人持有仍然十分关切。另外，市场日益感到忧虑的是，欧元将继续承受美国对外账户的任何调整的主要影响，对增长疲软的欧元区无异于雪上加霜。

成熟市场的脆弱性降低

2003年3月以及较早发布的《全球金融稳定报告》突显了对2000年股市泡沫破灭的持续调整所导致的若干脆弱性。此后，总体而言全球金融体系中的脆弱性降低了：

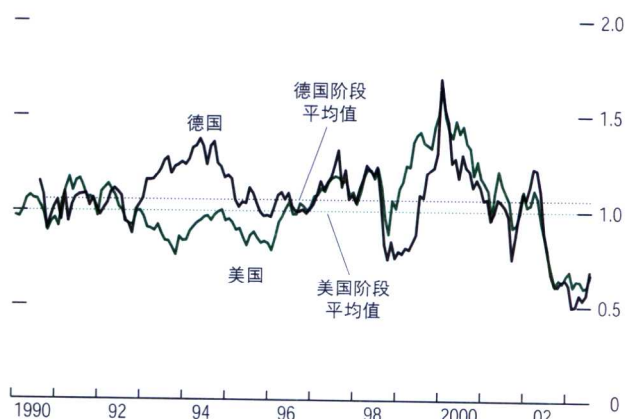
- 3月以来股市回升减少了稳定性风险。股市回升改善了保险公司（特别是欧洲的保险公司）和退休基金的资产负债表，增加了住户财富，增强了企业资产负债表（其中重要的一项是确定给付企业退休基金的影响）。
- 直至2003年初，企业与住户持续积累流动性。近期，承担风险的意愿增强，投资者购买了公司债券和股票，企业资产负债表重组的速度似乎减慢，有助于增加私营部门的投资。
- 最近长期利率上升似乎导致某些套利交易头寸清盘。保险公司和退休基金因其负债折现值的上升趋势部分扭转而减轻了压力。但是，某些风险仍然存在：
- 如果强有力的经济增长不能伴随较高的长期利率而来，就会造成问题。利率进一步上升可能伴随较强的经济增长，使许多金融机构的资产负债表改善。但是，万一在利率上升时增

图 2.4. 股市表现



资料来源: Bloomberg L.P.。

图 2.5. 债券收益率与盈利市价比率的比率



资料来源: I/B/E/S.。